

华泰证券（601688）重大事项点评

套利空间有限，冲击后回归基本面逻辑

事项:

- 2019年10月17日（伦敦时间），公司在伦敦交易所发行的8251.5万份全球存托凭证（GDR）兑回限制期届满。2019年10月18日（北京时间）起，8251.5万份GDR对应可转换成公司A股股票82515股，占公司目前总股本的9.09%。受减持套利预期影响，A股华泰股票近期明显走弱。

评论:

- 跨境转换套利需要注销GDR，实际转换的数量有限。**GDR是在某一国家或地区证券市场上发行与交易的代表境外公司有价值证券权益的可转让凭证，每份GDR代表一定数量的境外公司发行的基础证券。英国跨境转换机构承担GDR与A股的跨境相互转换，其可根据投资者的指令指示存托人注销GDR的同时委托上交所卖出对应的A股股票（GDR的“兑回”）。华泰证券是首家按照沪伦通业务规则在伦交所上市的A股公司，也是首家同时在上交所、港交所和伦交所上市的公司。两地差价会产生套利行为，GDR的投资者会买入GDR并进行转换套利，但这会导致GDR供给减少，且买盘增加，GDR价格上行，直至两地价格达到汇率均衡。真正去转换的非常少。以美国为例，95%左右的ADR交易是由市场内部交易完成的，其中并不包括存托凭证的发行与注销，说明内部交易市场具备效率。
- 目前两地价差已经大幅收敛，套利担心基本化解。**自公司发行GDR至今，GDR与A股的价格差异逐步减小。以10月24日的收盘价计算，公司A股股票收盘价为人民币17.59元/股，对应GDR为24.59美元/份，通过汇率和兑换比例计算，可获套利收益率约为1.24%。而相对于公司发行GDR后的第一个交易日（2019年6月21日），A股与GDR收盘价之间存在的溢价率高达约39%。目前来看，套利的空间几乎完全收敛了。
- 伦交所GDR走势不会成为本土标的股票定价的核心决定因素。**2018年底，伦交所有144支GDR，我们看到其中印度的蓝筹股票塔塔钢铁和埃塞克斯银行的GDR溢价率定在0附近。而俄罗斯的外贸银行和苏古特石油天然气公司的本地股票价格长期折价于GDR。我们认为未来GDR不会成为华泰证券估值的核心决定因素，在溢价率已经接近零之后，基本面逻辑会主导。目前华泰证券PB估值1.4倍，到2020年只有不到1.3倍，相较于中信证券的1.74倍，折价20%，存在修复的空间。
- 投资建议：**我们维持预计2019-2021年华泰证券EPS为0.98/1.23/1.40元，BPS分别为13.35/13.90/14.70元，对应PB分别为1.32/1.27/1.20，ROE分别为7.37%/8.85%/9.53%。维持给予2019年业绩1.8倍PB估值，目标价24元，受减持套利预期影响，A股华泰股票近期明显走弱，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**中美贸易摩擦反复，经济下行压力加大。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	16,108	23,502	28,972	32,725
同比增速(%)	-23.7%	45.9%	23.3%	13.0%
归母净利润(百万)	5,033	8,122	10,155	11,562
同比增速(%)	-45.7%	61.4%	25.0%	13.9%
每股盈利(元)	0.67	0.98	1.23	1.40
市盈率(倍)	26.3	17.9	14.3	12.6
市净率(倍)	1.40	1.32	1.27	1.20

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年10月24日收盘价

推荐（维持）

目标价：24元

当前价：17.72元

华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

执业编号：S0360516110002

联系人：张径伟

电话：0755-82756802

邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	907,665
已上市流通股(万股)	907,665
总市值(亿元)	1,594.77
流通市值(亿元)	1,147.75
资产负债率(%)	76.0
每股净资产(元)	12.9
12个月内最高/最低价	25.72/14.76

相关研究报告

《华泰证券（601688）2018年报点评：自营大幅拖累业绩，财富管理业务优势明显》

2019-04-01

《华泰证券（601688）2019年一季度报点评：投行受项目周期影响承压，经纪自营如期修复》

2019-05-02

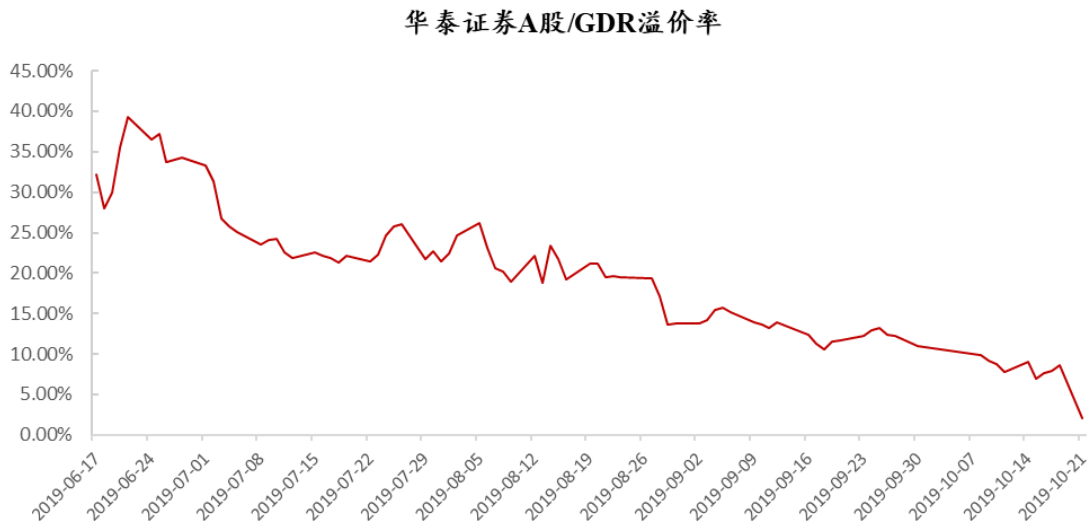
《华泰证券（601688）2019年中报点评：自营回暖，促机构服务收入大幅修复》

2019-09-01

图表目录

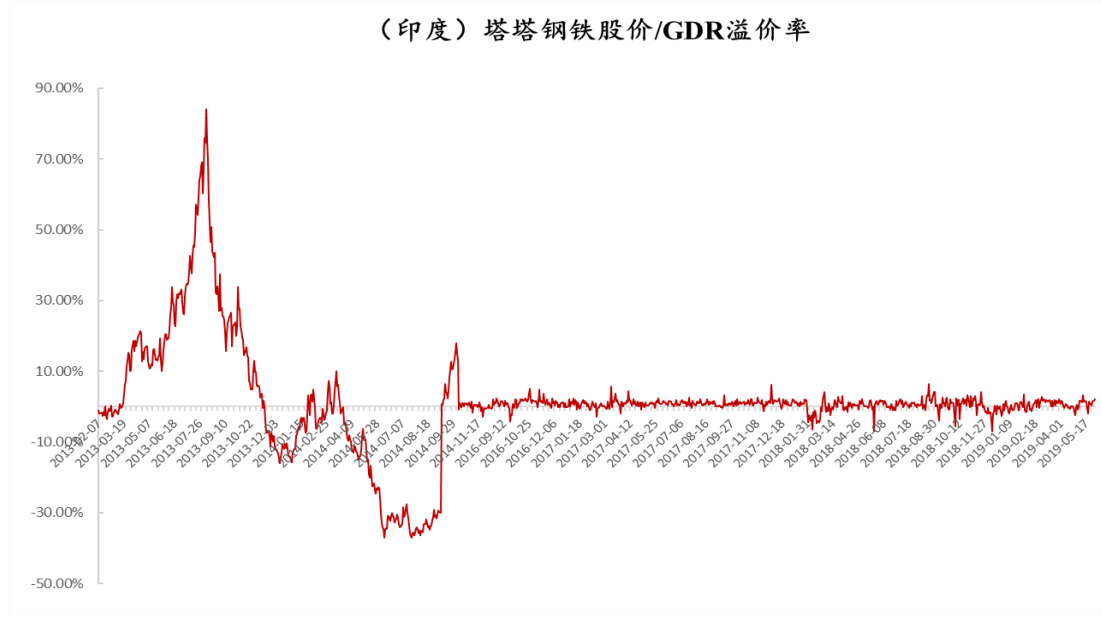
图表 1 华泰证券 A 股与 GDR 溢价率.....	3
图表 2 （印度）塔塔钢铁股价与 GDR 溢价率.....	3
图表 3 （印度）埃塞克斯银行股价与 GDR 溢价.....	4
图表 4 俄罗斯外贸银行股价与 GDR 溢价.....	4
图表 5 （俄罗斯）苏古特石油天然气公司股价与 GDR 溢价.....	5

图表 1 华泰证券 A 股与 GDR 溢价率



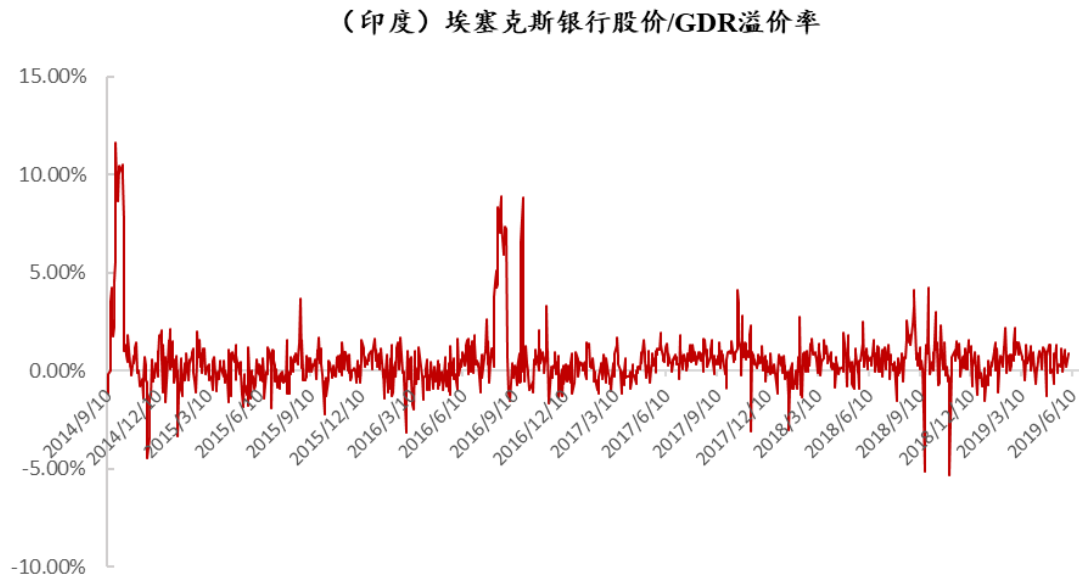
资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 (印度)塔塔钢铁股价与 GDR 溢价率



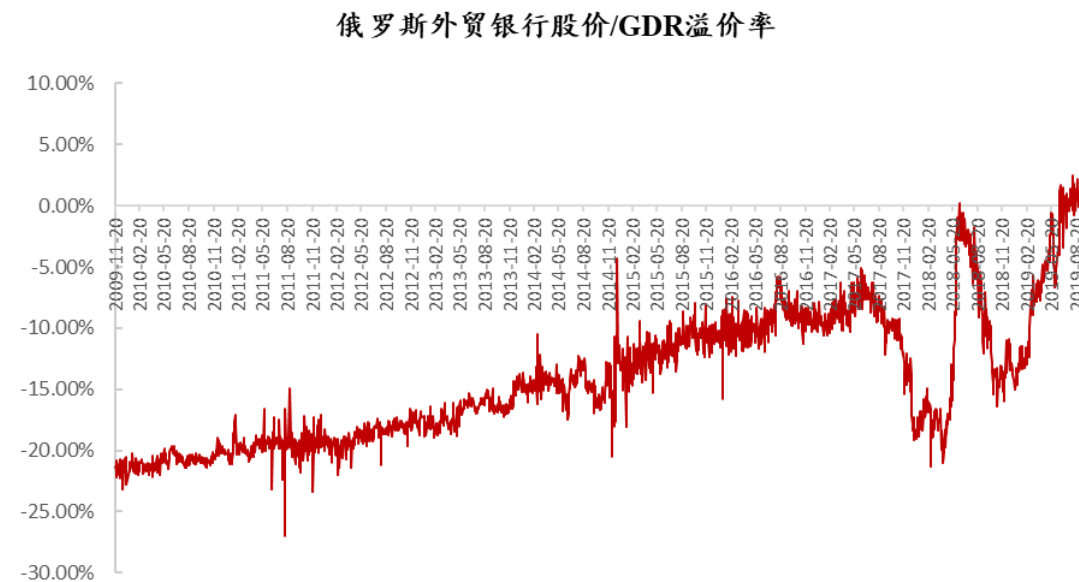
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 (印度) 埃塞克斯银行股价与 GDR 溢价



资料来源: Wind, 华创证券

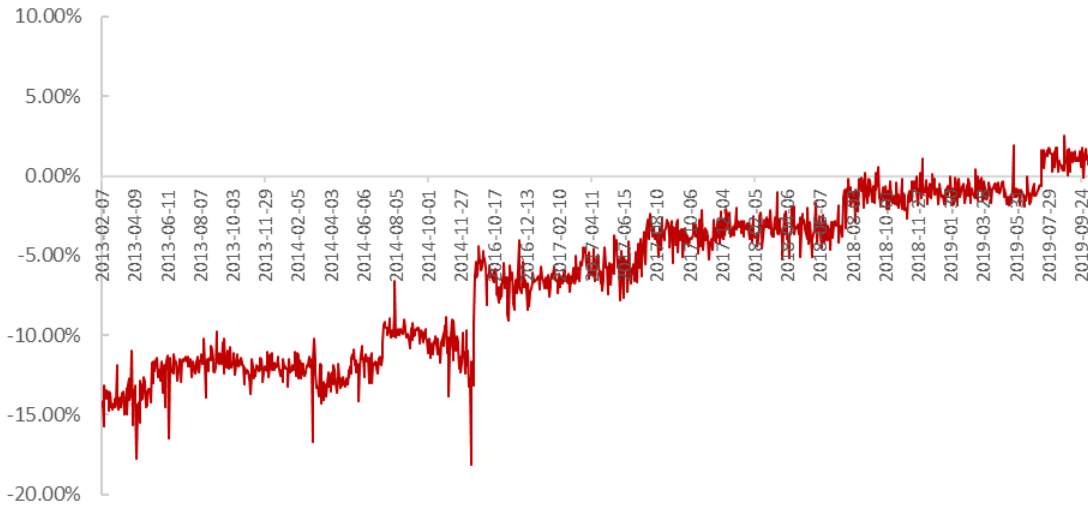
图表 4 俄罗斯外贸银行股价与 GDR 溢价



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5（俄罗斯）苏古特石油天然气公司股价与 GDR 溢价

（俄罗斯）苏古特石油天然气公司股价/GDR溢价率



资料来源: Wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	711	725	762	815
结算备付金	191	200	210	221
融出资金	462	485	509	535
交易性金融资产	1,222	1,235	1,296	1,361
衍生金融资产	19	21	23	27
买入返售金融资产	436	427	448	471
应收利息	0	0	0	0
存出保证金	78	82	91	100
其他权益工具投资	98	103	109	114
债权投资	163	171	179	192
长期股权投资	132	138	152	167
固定资产	35	38	42	47
其他资产	139	397	416	437
资产总计	3,687	4,023	4,238	4,486
短期借款	30	32	33	35
拆入资金	58	64	70	77
交易性金融负债	52	57	63	69
衍生金融负债	8	9	10	12
卖出回购金融资产款	401	481	529	582
代理买卖证券款	595	654	687	721
应付职工薪酬	79	87	96	105
应交税费	8	9	10	11
应付利息	0	0	0	0
长期借款	17	19	21	23
应付债券	629	660	680	701
其他负债	762	838	880	924
负债合计	2,639	2,911	3,080	3,261
股本	83	83	83	83
资本公积金	589	544	434	323
盈余公积金	45	54	65	78
未分配利润	194	277	381	498
一般风险准备	122	155	197	243
归属于母公司所有者权益合计	1,034	1,102	1,147	1,213
少数股东权益	14	11	12	12
所有者权益合计	1,047	1,113	1,159	1,225
负债及股东权益总计	3,687	4,023	4,238	4,486

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16,108	23,502	28,972	32,725
手续费及佣金净收入	8,062	9,160	9,463	10,033
其中：代理买卖证券业务净收入	3,386	4,687	4,649	4,587
证券承销业务净收入	1,949	1,370	1,861	2,369
受托客户资产管理业务净收入	2,473	2,886	2,953	3,077
利息净收入	3,015	3,693	5,174	5,649
投资净收益	2,411	7,315	11,828	14,235
其中：对联营和合营企业的投资收益	959	1,866	1,229	1,352
公允价值变动净收益	1,798	2,047	1,178	1,431
汇兑净收益	31	60	10	10
其他业务收入	791	1227	1,319	1,367
营业支出	9,633	12,843	15,868	17,813
营业税金及附加	140	156	183	207
管理费用	8,167	11,434	14,486	16,363
资产减值损失	0	-2	-2	-2
其他业务成本	1326	1255	1,201	1,245
营业利润	6,475	10,660	13,103	14,912
营业外收入	3	50	66	66
营业外支出	30	12	16	16
利润总额	6,449	10,697	13,153	14,962
所得税	1,288	2,479	2,894	3,292
净利润	5,161	8,218	10,260	11,671
归属母公司净利润	5,033	8,122	10,155	11,562
减：少数股东损益	128	96	104	109
EPS（元）	0.67	0.98	1.23	1.40

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016年加入华创证券研究所。2010年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015年金牛奖非银金融第五名，2017年金牛奖非银金融第四名。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500